



Universidad
Zaragoza

Trabajo fin de grado

Procesos de concentración empresarial.
La fusión entre Siemens y Gamesa

Autor/a

Miguel Ángel García Samper

Director/a

Alicia Costa Toda

Facultad de Economía y Empresa

Universidad de Zaragoza

2018

INDICE

1.	INTRODUCCIÓN	2
2.	LAS CONCENTRACIONES EMPRESARIALES	2
2.1.	MODELOS DE CONCENTRACIÓN EMPRESARIAL	2
2.2.	FUSIÓN Y OPA.....	3
2.3.	FUSIÓN: DEFINICIÓN Y TIPOS	4
2.4.	OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES (OPA): DEFINICIÓN Y TIPOS	7
2.5.	CONSECUENCIAS DE UNA OPA O FUSIÓN.....	9
2.6.	FUSIÓN POR ABSORCIÓN. VENTAJAS FISCALES	10
3.	SITUACIÓN PREVIA A LA FUSIÓN ENTRE SIEMENS Y GAMESA.....	11
3.1.	SIEMENS Y GAMESA ANTES DE LA FUSIÓN	11
3.2.	SECTOR EÓLICO ANTES DE LA FUSIÓN	13
3.3.	DECISIÓN DE FUSIÓN: MOTIVOS Y JUSTIFICACIÓN.....	14
4.	PROCESO DE FUSIÓN ENTRE SIEMENS Y GAMESA.....	16
4.1.	REORGANIZACIÓN DEL SECTOR EÓLICO DE SIEMENS.....	16
4.2.	OBSTÁCULOS QUE SE SUPERARON PARA EJECUTAR LA FUSIÓN	18
4.2.1.	ADWEN	18
4.2.2.	ESQUIVAR LA OPA	19
4.2.3.	IBERDROLA	20
4.2.4.	ACCIONISTAS MINORITARIOS.....	20
5.	SITUACIÓN POSTERIOR A LA FUSIÓN ENTRE SIEMENS Y GAMESA	20
	CONCLUSIONES	23
	BIBLIOGRAFÍA.....	24

1. INTRODUCCIÓN.

Las actividades de fusión y adquisiciones en España se vieron mermadas tras la crisis económica hasta el punto de que en 2007 se habían registrado más de 165.000 millones de euros en operaciones, y en 2016 tan solo se registraron 49.000 millones de euros

Tras la recuperación económica y financiera, el acceso a la financiación para acceder a realizar fusiones y adquisiciones es una de las grandes ventajas que brinda la situación actual de tipos bajos para reactivar este tipo de operaciones. De hecho, el volumen de inversión en España creció un 162% en 2017 y superó los 120.000 millones de euros. Según un informe de KPMG, España ha liderado el mercado de fusiones y adquisiciones en la zona euro en 2017 y vuelve a situarse entre los 10 países con las empresas más atractivas para los inversores.

Según el informe "consolidación de las fusiones y adquisiciones en España en 2018" el 63% de las operaciones serán adquisiciones de empresas. Las joint-ventures y fusiones representan el 22% de las operaciones, y el 15% restante serán operaciones de desinversión de activos.

Por todo ello, hemos considerado interesante realizar un estudio de este tipo de operaciones, y analizar en profundidad una de las operaciones más importantes de esta índole que se ha producido en España en los últimos años como es la reciente fusión entre la alemana Siemens y la española Gamesa.

2. LAS CONCENTRACIONES EMPRESARIALES

2.1. MODELOS DE CONCENTRACIÓN EMPRESARIAL

La concentración empresarial es un fenómeno económico en el que dos o más empresas integran sus recursos para conseguir un beneficio común. Tal operación se realiza por razones estratégicas (acceso a nuevos mercados, mayor cuota de mercado), de imagen (mayor poder negociador con terceros), sinergias en costes, tributarias (compensación de bases imponibles negativas) o razones de control.

Depende del objetivo de la operación y de la posición de las empresas implicadas las concentraciones empresariales pueden presentar múltiples formas, como por ejemplo:

- Joint venture, donde dos o más empresas juntan sus recursos para ejercer una actividad común sin perder sus respectivas personalidades jurídicas.
- Escisión, donde una empresa divide partes su patrimonio y lo transmite a otras empresas. La escisión puede ser total, cuando el conjunto de patrimonio es transmitido a otras empresas; o parcial, cuando solo transmite una parte de su patrimonio a otras empresas
- UTES (Unión Temporal de Empresas), donde dos o más empresas se juntan, unificando así sus personalidades jurídicas, para realizar una actividad común durante un periodo de tiempo determinado.

Pero los dos métodos más comunes son las fusiones y las Ofertas Públicas de Adquisición (a partir de ahora OPA), de las que se profundizará a continuación.

2.2. FUSIÓN Y OPA

Fusión y OPA son dos formas de crecimiento empresarial utilizado por las empresas resultantes de la adquisición, control o unión entre empresas. Es una forma de desarrollo externo que permite a las empresas crecer de forma rápida en su propio mercado o introducirse en otros mercados. Éstas operaciones jurídicas entre empresas pueden tener un sentido dominante en el que la operación está enfocada en un crecimiento económico y estratégico para conseguir diferenciarse sobre la competencia, o pueden tener un sentido defensivo en el que la operación se enfoca en mantener la posición de la empresa en el mercado o directamente evitar el riesgo de desaparición.

Hay diversas razones por las que las empresas realizan estas operaciones. A nivel económico se busca conseguir una reducción de costes a través de economías de escala o de alcance, un incremento del valor potencial de la empresa sustituyendo a directivos ineficientes, y ventajas fiscales que se pueden traducir en exenciones o bonificaciones. A nivel de mercado las empresas pueden efectuar estas operaciones para entrar en mercados o países con fuertes barreras de entrada, para mejorar su posición en el mercado

en el que actúa (caso de integración horizontal), o para mejorar su ciclo productivo (caso de integración vertical).

De acuerdo a Haspeslagh y Jemison (1991) "La toma de decisiones para la unión de negocios tiene dos perspectivas, la racionalista y la organizacional. La perspectiva racionalista se basa en la evaluación de los aspectos económicos, estratégicos y financieros, de igual manera que calcula el potencial de creación de valor. La perspectiva del proceso organizacional da igual importancia al contexto organizacional en todas las etapas de este proceso y representa mayores problemas por lo que debe manejarse más cuidadosamente y tener un completo control sobre la estructura organizacional. Esta perspectiva considera también el aspecto intangible que puede afectar al proceso, busca la justificación de la fusión o adquisición además de evaluar los posibles costos y beneficios".

2.3. FUSIÓN: DEFINICIÓN Y TIPOS

Según la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles, una fusión es una operación jurídica en la que dos o más sociedades mercantiles inscritas se integran en una única sociedad mediante la transmisión en bloque de sus patrimonios y la atribución a los socios de las sociedades que se extinguen de acciones, participaciones o cuotas de la sociedad resultante, que puede ser de nueva creación o una de las sociedades que se fusionan.

Así pues, del proceso de fusión se derivarán tres efectos inmediatos:

- El traspaso del total del patrimonio de una o varias sociedades a la sociedad destinataria, que podrá ser una sociedad ya existente o una sociedad de nueva creación. En el primer caso, la sociedad absorbente adquirirá la totalidad del patrimonio de la sociedad o sociedades absorbidas. En el caso de la sociedad de nueva creación, las sociedades participantes en la fusión traspasan la totalidad de su patrimonio a la nueva sociedad resultante de la fusión.
- La extinción de las sociedades que han transmitido su patrimonio.
- La resolución de la situación de los socios de la sociedad o sociedades extintas. Si el socio se integra en la sociedad

resultante de la fusión, recibirá el número de acciones o participaciones pactado. En el caso de no formar parte de la sociedad resultante de la fusión, recibirá una recompensa dineraria en proporción a la participación que tenía en la sociedad extinta.

Las fusiones se pueden clasificar en diferentes ámbitos. Se comenzara diferenciando entre fusión por creación y fusión por absorción.

En la fusión por creación, dos o más sociedades se extinguen después de transmitir sus patrimonios y sus socios a una nueva sociedad creada. El art. 23.1 de la Ley 3/2009 dice que "La fusión en una nueva sociedad implicará la extinción de cada una de las sociedades que se fusionan y la transmisión en bloque de los respectivos patrimonios sociales a la nueva entidad, que adquirirá por sucesión universal los derechos y obligaciones de aquéllas".

La fusión por absorción, que es la fusión que se ha realizado en nuestro caso práctico, y que más adelante desarrollaremos, se caracteriza porque una o más sociedades pasan a formar parte de una sociedad preexistente a la que le transmiten sus patrimonios y sus socios. La sociedad adquirida desaparecerá, traspasando todo su patrimonio a la sociedad adquirente. El art. 23.2 de la Ley 3/2009 dice que "Si la fusión hubiese de resultar de la absorción de una o más sociedades por otra ya existente, ésta adquirirá por sucesión universal los patrimonios de las sociedades absorbidas, que se extinguirán, aumentando, en su caso, el capital social de la sociedad absorbente en la cuantía que proceda".

Dependiendo de la ubicación del domicilio social de la sociedad resultante de la fusión, se puede distinguir entre fusión nacional y fusión transfronteriza:

Las fusiones se consideran nacionales cuando se producen entre sociedades que tienen la misma nacionalidad. Debe tenerse en cuenta que según el art. 8 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital, "Serán españolas y se registrarán por la presente Ley todas las sociedades de capital que tengan su domicilio en territorio español, cualquiera que sea el lugar en que se hubieran constituido". Las fusiones nacionales se encuentran en el art. 27.1 de la Ley 3/2009, que dice que "La fusión de dos o más sociedades mercantiles inscritas sometidas a la ley española se registrará por lo establecido en esta Ley".

Las fusiones se consideran transfronterizas cuando se producen entre sociedades de capital que tienen distinta nacionalidad. Dentro de esta clase de fusión pueden encontrarse dos tipos:

- Fusiones transfronterizas intracomunitarias. Son aquellas que se llevan a cabo entre dos sociedades que tienen distinta nacionalidad, estando ambas en Estados miembros de la Unión Europea, donde al menos una es española. Son definidas en el art. 54.1 de la Ley 3/2009, que dice que "Se consideran fusiones transfronterizas intracomunitarias las fusiones de sociedades de capital constituidas de conformidad con la legislación de un Estado parte del Espacio Económico Europeo y cuyo domicilio social, administración central o centro de actividad principal se encuentre dentro del Espacio Económico Europeo, cuando, interviniendo al menos dos de ellas sometidas a la legislación de Estados miembros diferentes, una de las sociedades que se fusionen esté sujeta a la legislación española".
- Fusiones transfronterizas extracomunitarias. Son aquellas que se llevan a cabo entre dos sociedades de capital que teniendo distinta nacionalidad, una de ellas, al menos, no es nacional de un Estado miembro de la Unión europea. La Ley de Modificaciones Estructurales se refiere a ellas en su art. 27.2, en los siguientes términos "La fusión de sociedades mercantiles de distinta nacionalidad se regirá por lo establecido en las respectivas leyes personales, sin perjuicio de lo establecido en el Capítulo II sobre fusiones transfronterizas intracomunitarias y, en su caso, del régimen aplicable a las sociedades anónimas europeas".

Algunas fusiones especiales:

- Fusión impropia: Cuando la empresa oferente controla el 100% de la empresa absorbida. La fusión impropia se caracteriza porque la empresa absorbente no necesita realizar una ampliación de capital, ya que ya contaba directa o indirectamente con el capital de la sociedad absorbida.
- Fusión de sociedades gemelas: fusión de dos sociedades participadas, directa o indirectamente, al 100% por el mismo socio.

- Fusión inversa: Es aquella fusión vertical por la cual una sociedad filial absorbe a su matriz, la que se disuelve transmitiendo la totalidad de su patrimonio y accionistas o socios a esta última, que la sucede en todos sus derechos y obligaciones”

2.4. OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES (OPA): DEFINICIÓN Y TIPOS

La Oferta pública de venta es un procedimiento por el que una persona física o jurídica se propone adquirir los títulos de una sociedad que cotiza en bolsa. Existen diferentes tipos de OPAs, dependiendo de sus características.

Se distinguirá primero entre OPA amistosa y hostil. La diferencia entre estas operaciones radica en los intereses de los administradores, los socios y los accionistas (de control o de inversión). En una OPA amistosa la empresa oferente consigue un acuerdo con la empresa afectada donde administradores, socios y accionistas están de acuerdo con las condiciones ofrecidas. Una OPA hostil se produce cuando los intereses de la sociedad oferente difieren de los intereses de la afectada. En este caso quienes suelen calificar la oferta como hostil son los administradores, socios y accionistas de control al ver amenazado el estado de control social que poseen. Los administradores además, también ven amenazados sus puestos de trabajo. Los accionistas inversores, en general, estarán de acuerdo con la OPA siempre que la oferta sea atractiva, ya que no tienen control social de la empresa y su principal objetivo es la valoración económica. Una OPA hostil que se torna amistosa por un acercamiento de las partes involucradas se considera una OPA “mutante”.

La OPA también se distinguirá entre voluntaria y obligatoria. Será voluntaria cuando, sin ser obligatoria la formulación de la OPA, el oferente decide realizarla. En éste caso la OPA no está sujeta a requisitos legales de precio o acciones y el oferente puede establecer las condiciones que cree oportunas.

Cuando una OPA es obligatoria, la sociedad oferente debe de adquirir el 100% de las acciones de la sociedad afectada a un precio equitativo y que no se encuentre bajo ninguna condición. La OPA es

obligatoria si se cumplen además las siguientes características en la empresa:

- Alcance de forma directa o indirecta un porcentaje de voto igual o superior al 30%.
- Alcance de forma directa o indirecta un porcentaje de voto inferior al 30% en la empresa afectada, y al designar a los miembros del órgano de administración en los 24 meses siguientes, la sociedad oferente obtenga más de la mitad.
- Se adquiera el control de la sociedad afectada de forma indirecta y sobrevenida, como por ejemplo en una reducción de capital, como consecuencia del canje o a causa de variaciones en la autocartera.

A pesar de cumplir cualquiera de las condiciones anteriores, la sociedad oferente puede solicitar a la CNMV la dispensa de la obligación de formular la OPA obligatoria si cumple que la persona o entidad que tenía una participación igual superior a la del dispensado no rebaje la misma por debajo de este último, y que el dispensado no designe a más de la mitad de los miembros del consejo de administración. La CNMV decidirá si la dispensa se concede o no en un plazo de diez días. En el caso de ser denegada, la empresa oferente tiene la obligación de formular la OPA, a no ser que en el plazo de tres meses reduzca su participación en la sociedad afectada a menos del 30% y solicite una nueva dispensa.

Además de esta vía, existen determinados supuestos para evitar la presentación de una OPA. Supuestos no sujetos y supuestos excluidos legalmente.

Los supuestos no sujetos son casos en los que el supuesto de hecho no coincide con la norma, tales como la adquisición de acciones por debajo del umbral legal de control o la adquisición de acciones adicionales por quien ya estaba en una posición de control.

Los supuestos excluidos legalmente son:

- adquisiciones u otras operaciones realizadas por fondos de garantía de depósitos, cajas de ahorro, cooperativas de crédito u otras instituciones similares.
- adquisiciones u otras operaciones en el marco de la ley de expropiación forzosa

- cuando todos los titulares de valores de la sociedad deciden por unanimidad vender o permutar todas o parte de sus acciones, o renuncian a la venta o permuta de valores en régimen de OPA
- en sociedades cotizadas cuya viabilidad financiera esté en peligro aunque no se encuentre en concurso; adquisiciones gratuitas
- adquisición del control como consecuencia de una OPA voluntaria
- en caso de fusiones, de las que se hablará mas adelante.

2.5. CONSECUENCIAS DE UNA OPA O FUSIÓN

Teóricamente una OPA o fusión tiene un impacto positivo tanto para la sociedad como para las empresas implicadas. Indudablemente el impacto positivo percute en la empresa resultante al reducir costes (mejorar productividad, economías de escala...) y maximizar su beneficio, pero no está tan claro en el aspecto social. La empresa puede aprovechar la ventaja competitiva que ha conseguido para bajar el precio de sus productos o servicios, y provocar una mejora en el bienestar económico de los consumidores, o aprovechar su mejor posición en el mercado para mantener, o incluso subir los precios.

En el caso de los empleados, su situación contractual (sueldo, antigüedad laboral...) se mantiene vigente en virtud del principio de continuidad, en el que el vínculo laboral se mantiene en vigor aunque haya cambios en la titularidad del empleador. Si la empresa quiere extinguir sus contratos laborales debido a las duplicidades que se puedan ocasionar en determinados puestos de trabajo, en primera instancia dejará que finalicen los contratos temporales e intentará llegar a un acuerdo con los empleados fijos para su despido. En el caso de que los empleados se nieguen, la empresa tendría que realizar un despido con la totalidad de la indemnización que le corresponda a cada empleado.

En el caso de los accionistas de la empresa absorbida, habría que diferenciar entre OPA y fusión. En la OPA reciben una compensación

dineraria por sus acciones. En una fusión, el accionista, como norma general recibe un paquete de acciones proporcional a las acciones que poseía de la empresa absorbida, y también puede recibir una compensación económica (nunca superior al 10% del valor de la acción).

En el caso de los directivos de la empresa absorbida, el impacto siempre es negativo ya que son relegados de su cargo por la reestructuración empresarial que se realiza tras la fusión. Los directivos pueden ser un problema en el proceso de fusión al producirse un conflicto de interés respecto a los inversores. Por eso existen los denominados "Golden parachutes", que son contratos blindados entre la empresa y el directivo donde, en caso de rescisión del contrato, se les remunera con compensaciones millonarias. Así se consigue facilitar el proceso de fusión y compensar los costes personales en los que incurre el directivo (pérdida de prestigio, despido de su puesto de trabajo...).

La fusión y la OPA son dos operaciones similares, pero tienen algunas diferencias:

La fusión se negocia en primera instancia con los equipos directivos para después cerrar el acuerdo con los accionistas. La dirección no puede consumir la fusión sin la ratificación de los accionistas, pero sí tiene potestad para que la fusión no prospere. En una OPA la oferta se realiza directamente a los accionistas, y dependiendo de la relación con el equipo directivo esta operación puede considerarse hostil o amistosa. Siempre es más beneficiosa una fusión al haber una mayor cooperación e implicación de las partes que participan, facilitando así la operación y disminuyendo significativamente sus costes.

Al realizarse la fusión, los accionistas reciben el número de títulos que les corresponda de la empresa resultante. En una OPA los accionistas siempre recibirán una compensación dineraria.

2.6. FUSIÓN POR ABSORCIÓN. VENTAJAS FISCALES

La fusión es una operación en la que la sociedad resultante disfruta de ventajas tanto a nivel competitivo y económico como a nivel fiscal. Es necesario justificar que la operación se realiza por motivos económicos válidos, y no por fraude, evasión fiscal o la formación de concentraciones empresariales que limiten la competencia. Los

impuestos en los que se obtienen beneficios fiscales son: el Impuesto de Sociedades, el IVA y el Impuesto de Transmisiones Patrimoniales.

En una fusión se genera una renta resultante de la diferencia entre el valor de mercado y el valor contable de la entidad absorbida que queda grabado por el Impuesto de Sociedades. Como norma general todas las fusiones deberían pagar este impuesto, pero existe un régimen fiscal especial al que todas empresas intentan acogerse. Este es el régimen de diferimiento de pago de los impuestos, que permite el diferimiento de la tributación de la fusión.

Respecto al IVA, queda recogido en el artículo 7 de la ley 37/1992 en el que "se declaran no sujetas las transmisiones de un conjunto de bienes, que formando parte de un patrimonio empresarial o profesional del sujeto pasivo, constituyen una unidad económica". Es decir, en una fusión donde la empresa absorbida se considere unidad económica (capacidad de realizar una actividad económica en el caso de no ser absorbida), la operación no estaría sujeta al IVA.

En el Impuesto de transmisiones patrimoniales, hay dos vías de interpretación. Por una parte se declaran no sujetas las operaciones de reestructuración, entre las cuales está la fusión. Aunque también se declaran exentas en la modalidad de transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados.

3. SITUACIÓN PREVIA A LA FUSIÓN ENTRE SIEMENS Y GAMESA

3.1. SIEMENS Y GAMESA ANTES DE LA FUSIÓN

La fusión que se va a analizar es la que se produjo entre Siemens y Gamesa, dos empresas con una importante presencia en el sector eólico a nivel mundial.
















Siemens AG es una empresa multinacional alemana con sedes en Berlín, Múnich y Erlangen, que cotiza en el DAX. Opera en los sectores industrial, salud, infraestructuras, ciudades y energético.

Adentrándonos en el sector energético, Siemens operaba mediante las filiales: Siemens Wind-hold co con sede en Barcelona, España; Siemens Wind Power A/S Denmark con sede en Brande, Dinamarca; y Siemens Wind Power Blades con sede en Shanghái. Las tres también tenían sede en Hamburgo.

Siemens Wind-Hold co, filial que se vio involucrada en la fusión, era la sexta empresa con más cuota de mercado mundial en el sector eólico (5,6%) hasta la operación.

Por el otro lado, Gamesa es una empresa multinacional española con sede en Zamudio, Vizcaya que cotiza en el IBEX 35 desde el 2001. Se dedica principalmente al desarrollo de nuevas tecnologías dedicadas a la energía eólica y antes de la fusión copaba el 7,5% de la cuota de mercado mundial del sector eólico, siendo así la cuarta empresa más potente en dicho mercado.

Ranking TOP 15 Suministradores Turbinas Eólicas 2016

POSICIÓN	PROVEEDOR	PAÍS	MW ACUMULADOS 2015	MW SUMINISTRADOS 2016	MW ACUMULADOS A FINALES DE 2016	CUOTA DE MERCADO ANUAL (%)
1.	Vestas		73,914	8,960	82,874	15,8
2.	GE Wind		53,600	6,849	60,449	12,1
3.	Goldwind		31,471	6,616	38,087	11,7
4.	Gamesa		34,625	4,262	38,887	7,5
5.	Enercon		40,301	3,833	44,134	6,8
6.	Siemens		32,807	3,204	36,011	5,6
7.	Nordex Acciona		19,024	2,730	21,754	4,8
8.	United Power		14,447	2,130	16,577	3,8
9.	Envision		6,894	2,013	8,907	3,5
10.	Mingyang		10,172	1,960	12,132	3,5
11.	CSIC Haizhuang		5,325	1,843	7,168	3,2
12.	Sewind		7,280	1,727	9,007	3,0
13.	Senvion		14,011	1,435	15,446	2,5
14.	Dongfang		10,699	1,249	11,948	2,2
15.	XEMC		7,046	1,236	8,282	2,2
	Otros		83,902	6,707	90,609	11,8
	CIFRA TOTAL		445,517	56,754	502,272	100

Fuente: FTI Consulting.

elEconomista

Gráfico 1. Ranking TOP 15 suministradores turbinas eólicas en 2016

Fuente: FTI Consulting

Como se puede apreciar en el Gráfico 1, las empresas que lideraban el sector eólico hasta la fusión entre Siemens y Gamesa eran: la danesa Vestas, con un 15,8% de cuota de mercado, la norteamericana GE Wind, con un 12,2% de cuota de mercado; y la china Goldwind, con un 11,7 de cuota de mercado.

3.2. SECTOR EÓLICO ANTES DE LA FUSIÓN

La energía eólica es un sector relativamente nuevo que se encuentra en un crecimiento notable y constante donde sus partícipes tienen aún mucho recorrido y margen de mejora.

En los últimos años tanto la tecnología eólica como el montaje de dicha tecnología han mejorado vertiginosamente. La consecuencia es la obtención de un producto extremadamente más barato que hace pocos años atrás, y máquinas cada vez más poderosas.

Tal es el crecimiento en este sector, que en 2017 se aprobó la primera creación de un parque eólico marino sin subsidio alguno.

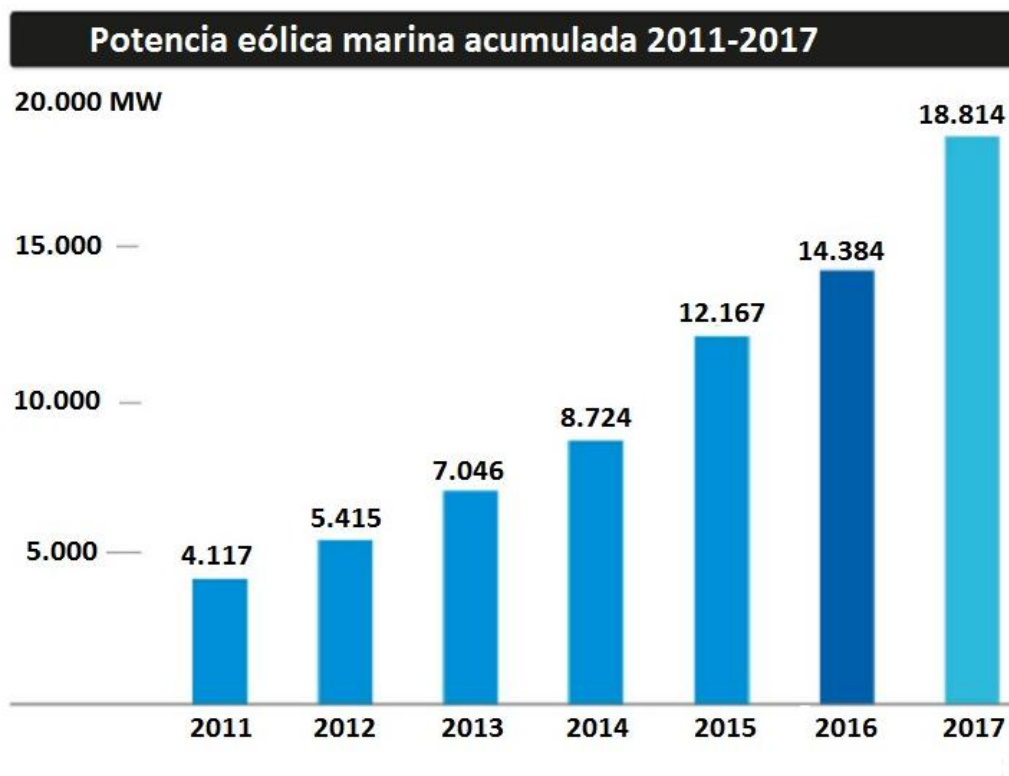


Gráfico 2. Evolución potencia eólica marina acumulada 2011-2017

Fuente: El economista

3.3. DECISIÓN DE FUSIÓN: MOTIVOS Y JUSTIFICACIÓN

Tanto Siemens como Gamesa eran multinacionales importantes en el sector del diseño y fabricación de aerogeneradores y la operación y mantenimiento de parques eólicos; pero estaban a la sombra de Vestas, GE Wind y Golwind, quienes copaban casi un 40% de la cuota de mercado mundial en el sector.

Una fusión o una OPA entre Siemens y Gamesa daba la opción a la entidad resultante de poseer el 13,1% de la cuota de mercado del sector eólico. El inconveniente principal en estas operaciones es que se pueden producir diversos problemas como: duplicidades de activos, solapamientos de clientes, diferencias en la estrategia de negocio...etc. y todo ello puede llegar a contrarrestar el potencial de crecimiento de la nueva empresa.

En el caso que se estudia, Gamesa estaba especializada en la fabricación de aerogeneradores "Onshore" (que se instala en la tierra), con un 71% de su negocio localizado en países como India, China y Latinoamérica. Por su parte, la división de energía eólica del grupo Siemens era el líder en el mercado de los aerogeneradores "Offshore" (que se instalan en el mar) con presencia también en el mercado de los aerogeneradores "Onshore", con un 95% de este negocio en EEUU, Canadá y Europa.

Es decir, las dos empresas se dedicaban a la fabricación de aerogeneradores "Onshore", pero no eran competencia directa porque no operaban en los mismos mercados.

Además, los productos estaban orientados a diferentes tipos de clientes:

Gamesa operaba en mercados donde la potencia y la localización son asignadas por el Estado, donde ofrecía un producto de calidad media a un precio competitivo. Los clientes principales de Gamesa eran empresas energéticas del sur de Europa y empresas energéticas locales independientes en mercados emergentes

Siemens, por su parte, ofrecía sus servicios a Estados con mucho poder adquisitivo o empresas energéticas independientes en países desarrollados. Sus productos eran de más calidad, pero más caros. Los clientes principales de Siemens eran empresas energéticas del norte de Europa y empresas energéticas locales independientes en mercados desarrollados.

Por lo tanto, la unión de las dos empresas tenía sentido dado a su alto grado de complementariedad. Con la fusión entre las dos empresas, éstas se aseguraban:

- Una alta exposición a los dos segmentos de mayor auge en el sector de la fabricación de aerogeneradores (mercados emergentes y el negocio "Offshore").
- Potencial de crecimiento en los servicios de mantenimiento.
- optimización de la red de producción y estrategia de compras, y de I+D para alcanzar economías de escala y una estructura de costes más competitiva.
- Crecimiento de las ventas cruzadas por la variedad de mercados en los que compiten, con poco solapamiento entre clientes.

En base a esa complementariedad y sinergias que florecían en una futura unión entre Gamesa y Siemens, esta última optó por acogerse al artículo 8 g) del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, y operar mediante una fusión por absorción en vez de por una OPA.

En este artículo se recogen los supuestos excluidos de tener que realizar una OPA. En concreto, el artículo 8 g) aclara que "En caso de fusión, estarán exentos de la obligación de formular una oferta pública de adquisición los accionistas de las sociedades o entidades afectadas cuando, como consecuencia de la fusión, alcancen en la sociedad cotizada resultante, directa o indirectamente, el porcentaje de derechos de voto señalado en el artículo 4 (cuando alcance, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30 por 100) y siempre que no hubiesen votado a favor de la fusión en la junta general correspondiente de la sociedad afectada y que pueda justificarse que la operación no tiene como objetivo principal la toma de control sino un objetivo industrial o empresarial".

Este movimiento permitiría ahorrar en tiempo de ejecución y costes a la operación, además de beneficiarse de las potenciales ventajas fiscales.

4. PROCESO DE FUSIÓN ENTRE SIEMENS Y GAMESA

4.1. REORGANIZACIÓN DEL SECTOR EÓLICO DE SIEMENS

Como se acaba de exponer, la forma jurídica elegida para unir a Gamesa y la división de energía eólica de Siemens fue la fusión por absorción, en la que Gamesa absorbía a Siemens Wind-Hold co (las dos con sede en España).

Las sociedades titulares del negocio eólico de Siemens constituyeron o adquirieron sociedades en los países que Siemens determinó: Alemania, EEUU, Reino Unido, Canadá, Holanda, Egipto, Marruecos, Hungría, Singapur, Suecia, Turquía, Japón, Irlanda, Sudáfrica, Polonia, Finlandia, Italia, Australia, Taiwán, Perú, España, Brasil, Grecia, Rumanía, Chile, Nueva Zelanda, Bélgica, Noruega, Tailandia, Corea del Sur, Croacia, República Checa, Filipinas y Austria.

Como la división de energía eólica de Siemens no estaba centralizada en una empresa, sino que estaba repartida en varias sociedades bajo el dominio de Siemens, era imprescindible una previa reorganización jurídica de toda la estructura jurídica del negocio eólico de Siemens antes de que Gamesa hiciera su primer movimiento.

Para agrupar la división eólica bajo Siemens Wind-Hold co se llevó a cabo un proceso de "carve-out", es decir, un movimiento estratégico de desinversión para reajustar y aglutinar el negocio eólico en una empresa.

Este proceso "carve-out" se ejecutó en tres fases:

1. El negocio eólico de Siemens estaba disperso entre muchas filiales, pero predominaban dos: Siemens Wind Power A/S Denmark y Siemens Wind Power Blades (Shanghái). Estas sociedades, aparte de dedicarse al negocio eólico tenían otras actividades, por ello era necesario que antes de que se

procediera a la fusión se liquidaran los activos y pasivos que no pertenecían al negocio eólico.

2. En la segunda fase se firmaron contratos en los que todos los titulares en los que estaba disperso el negocio eólico se transmitieron a Siemens Wind Power Denmark y Siemens Wind Power Blades (Shanghái).
3. La tercera fase requería que todas las acciones de las dos sociedades nombradas en la fase dos, fueran transmitidas a Siemens Wind-Hold Co o a cualquier filial suya para pasar a ser titular de todo el negocio eólico de Siemens ya sea de forma directa o indirecta

Este proceso de desinversión y reorganización del negocio eólico a gran escala podía provocar una pérdida muy valiosa de tiempo y un encarecimiento de los costes del proceso, por ellos se optó por fijar una fecha límite para que se produjera la fusión independientemente de que se hubiera podido aglutinar la totalidad del negocio eólico de Siemens en su filial Wind-Hold co.

Para esta fecha límite Siemens tendría que cumplir tres condiciones con las que garantizaba su predisposición a culminar la operación, otorgando así a Gamesa confianza y firmeza para poder continuar con la fusión. Estas tres condiciones eran:

- Que se hubieran firmado los contratos de transmisión del negocio eólico de Siemens en EEUU, Alemania, Canadá y Reino Unido. Esta condición era imprescindible porque Siemens aglutinaba el 95% de su negocio "OnShore" en estos países.
- Que Siemens Wind Power A/S Denmark transmitiera a Siemens o a cualquier otra compañía del grupo todos los activos y pasivos que no pertenecieran al negocio eólico. Esta compañía con sede en Dinamarca era un punto clave de la operación ya que Siemens era el líder en el negocio de los aerogeneradores "OffShore" y Dinamarca es el país puntero en este sector.
- Que, tras las dos primeras condiciones, Siemens Wind-Hold Co hubiera firmado un contrato en el que se hacía con los derechos de las acciones de Siemen Wind Power A/S Denmark y las nuevas sociedades eólicas con domicilio en EEUU, Alemania, Canadá y Reino Unido.

La fecha límite que se fijó para que se cumplieran estas tres condiciones indispensables fue el 31 diciembre de 2016. Una vez que se hubieran ejecutado dentro de la fecha fijada Gamesa estaría obligada a convocar una junta general de Accionistas para decidir sobre la fusión.

Independientemente de ésta fecha, Siemens se comprometió con Gamesa para cumplir la total reorganización de la compañía para el 31 de julio de 2017. La reorganización se consideraría terminada cuando Siemens Wind-Hold co fuera dueña de la totalidad del negocio negocio que aún no estuvieran centralizadas.

Finalmente la fusión se ejecutó sin necesidad de lanzar una OPA gracias a los informes de Boston Consulting y la opinión legal de Linklaters, y la nueva empresa constituida se llamó Siemens-Gamesa. Siemens pasó a tener el 59% de los derechos de voto de la nueva sociedad, otro 33% sería free float, y el 8% restante pertenecería a Iberdrola, inversora importante en Gamesa que mantuvo su participación en la empresa resultante de la fusión.

4.2. OBSTÁCULOS QUE SE SUPERARON PARA EJECUTAR LA FUSIÓN

4.2.1 ADWEN

Un año antes de la fusión, Gamesa creó junto a Areva (empresa francesa con gran peso en el sector de energía nuclear) una nueva empresa llamada Adwen ,con el propósito de conseguir hacerse con el 20% del negocio eólico marino de la Unión Europea para el año 2020, habiendo conseguido ya diversos proyectos. Pero cuando Gamesa y Siemens se sentaron a negociar, Adwen se convirtió en un problema para que se ejecutara la fusión.

Adwen, además de utilizar una tecnología de aerogeneradores distinta a la de Siemens, tenía una cláusula contractual que obligaba a los socios a no realizar otras actividades en el sector eólico marino.

La primera acción que intentó Gamesa fue vender sus participaciones, pero al no encontrar comprador tuvo que comprar las participaciones que tenía Areva. Este movimiento salvó la fusión pero dejó por el camino un desembolso de casi 600 millones de euros entre el coste

de la compra, la deuda heredada, un préstamo de accionistas y otros pasivos.

Tras la fusión, Siemens, que contaba con un 60% del sector eólico marino frente a un 5% de Adwen, decidió renovar la tecnología usada por Adwen ya que competían entre sí. Siemens Gamesa pudo seguir con el plan de negocio de Adwen, aunque con diferente tecnología

4.2.2. ESQUIVAR LA OPA

El artículo 128 de la Ley del Mercado de Valores exige que se formule una Oferta Pública de Adquisición cuando la empresa oferente vaya a conseguir de forma directa o indirecta un 30% o más de los derechos de voto. La intención de Siemens era hacerse con el 59% de los derechos de voto de Gamesa, por lo tanto había un problema que esquivar.

Para esquivar la OPA, Siemens se acogió a una excepción de la normativa (artículo 8.g del RD 1066/2007 del que hemos hablado con anterioridad) .

A Siemens solo le interesaba realizar la operación mediante fusión, ya que como antes se ha comentado, con una OPA Siemens estaba obligada a adquirir el 100% de las participaciones de la empresa , no tenía las ventajas fiscales que brinda una fusión y el proceso es más lento y costoso.

Para ello Siemens presentó informes de expertos independientes y una opinión legal que respaldaban que la finalidad de la operación tenía un sentido industrial.

La CMNV, el organismo encargado de aprobar o denegar la fusión, dio luz verde al proyecto emitiendo un comunicado público diciendo que la operación tenía un sentido industrial, no existía solapamientos importantes, y la empresa resultante no ponía en riesgo la competitividad del sector. Así mismo, la CMNV pidió a Siemens y Gamesa que tuvieran cuidado con los accionistas minoritarios para no vulnerar sus derechos.

4.2.3. IBERDROLA

Antes de la fusión, Iberdrola era el máximo accionista externo de Gamesa participando en un 20% del capital. Tras la fusión, Iberdrola pasó a tener un 8% del capital de Siemens Gamesa convirtiéndose así en un accionista minoritario.

Para que Iberdrola no se opusiese a la fusión, Siemens acordó con Iberdrola una serie de obligaciones y compromisos cuyo incumplimiento daba derecho a Iberdrola a vender el total de participaciones de Siemens Gamesa a la propia sociedad.

Esta relación aparentemente buena entre las dos entidades gracias a los pactos firmados se complicó una vez realizada la fusión. Más adelante se verá la relación actual entre Siemens e Iberdrola.

4.2.4. ACCIONISTAS MINORITARIOS

La fusión podía provocar el descontento de los pequeños accionistas, que tras la operación amasaría un 38% del capital de Siemens Gamesa.

Para ello se acordó un dividendo extraordinario para los pequeños inversores de Gamesa de un importe neto de 3,59€ por acción, repartiendo en total 1.004M€ netos.

Así pues, el pequeño inversor vio con buenos ojos la operación. Unos decidieron vender antes de que se cobrara el dividendo para aprovechar las plusvalías de la cotización por estar cerca del cobro del dividendo, y otros decidieron mantener su paquete de acciones y cobrar el dividendo con su retención fiscal.

5. SITUACIÓN POSTERIOR A LA FUSIÓN ENTRE SIEMENS Y GAMESA

Finalmente, la fusión entre Siemens y Gamesa se cerró el lunes 3 de abril de 2017 tras haber sido inscrita en el Registro Mercantil de Vizcaya. El nuevo consejo de administración contaba con 13

miembros: cinco de Siemens, dos de Iberdrola, cuatro independientes y dos ejecutivos (consejero delegado y secretario del consejo). Se fijó un objetivo para 2020 de un beneficio de 230 M€, sin embargo la realidad fue otra.

Tras los 6 primeros meses Siemens Gamesa presentó unas pérdidas de 135M€, tres cambios importantes en la cúpula de la compañía (director financiero, consejero delegado y director de asesoría jurídica y secretario general) y la caída del precio de sus acciones en bolsa a la mitad debido al “profit warning” (advertencia de una empresa cotizada que avisa de que sus resultados sufrirán una fuerte disminución de los beneficios, pudiendo incluso incurrir en pérdidas). En noviembre de 2017 anunció un recorte de 6.000 empleados, un 22% de su plantilla global en los próximos 3 años.



Gráfico 4. Cotización en la bolsa española de Gamesa antes de la fusión, y de Siemens Gamesa tras la fusión.

Fuente: Expansión

A la debacle inicial de Siemens Gamesa en sus primeros meses de vida se le unió la confrontación con Iberdrola.

La empresa española, antes accionista mayoritario de Gamesa, y actualmente dueña de un 8% de Siemens Gamesa, había visto como el valor de sus acciones habían bajado de 1007 M€ a 615 M€ en tan solo 12 meses. Estos pésimos resultados fueron acompañados de cambios ya comentados en la cúpula de Siemens Gamesa donde Siemens empezó a colocar directivos de su confianza.



Gráfico 5. Valor de la inversión de Iberdrola antes y después de la fusión entre Siemens y Gamesa.

Fuente: La Información

Ante tal situación, Iberdrola analizó al detalle si Siemens estaba incumpliendo los puntos del pacto que habían acordado en el momento de fusión, tales como garantizar la españolidad de Gamesa o mejores prácticas de Gobierno corporativo y que se utilicen los recursos en beneficio de todos los accionistas y no solo de uno.

En caso de que Siemens incumpliera este pacto, estaba obligada a comprar las acciones que poseía Iberdrola a un precio de 22€ (cuando en junio de 2018 cotizaban a 11,75€) o al precio de cotización al cierre de mercado del día de ruptura de pacto más una prima del 30%.

Finalmente Siemens dio varios pasos en dirección a las exigencias de Iberdrola y actualmente la relación entre ellas es cordial. En los últimos días la empresa eólica ha firmado el contrato más grande de su historia, pudiendo facturar en torno a los 2.000 M€ y expertos bursátiles auguran que el valor de sus acciones puede subir hasta 14,30€.

CONCLUSIONES

Tras haber analizado la fusión entre Siemens y Gamesa, es conveniente resaltar una serie de conclusiones al respecto.

En los últimos años las operaciones de fusión y adquisición se han disparado en España, en gran medida gracias a las óptimas condiciones de financiación que atraviesa donde los tipos de interés son bajos, y tanto el sector financiero como la salud económica del país han recuperado la estabilidad tras la crisis económica.

Las fusiones y adquisiciones son operaciones que las empresas utilizan para crecer de forma rápida, pero durante el trabajo se ha demostrado que estas operaciones no siempre terminan siendo exitosas. El principal motivo por el que una empresa recurre a este tipo de operaciones es el de ganar cuota de mercado, lo que puede ocasionar un alto porcentaje de fracaso en las expectativas iniciales si la decisión solo se toma en torno a esa premisa.

En el análisis de la fusión entre Siemens y Gamesa se ha podido ver que, a priori, la fusión tenía un sentido económico sólido al ser dos empresas rivales pero a la vez complementarias que podían optimizar sus recursos. La fusión es una operación que generalmente se ejecuta más rápido que una OPA debido a que se presupone conformidad por las dos partes, además de tener ligeras ventajas fiscales. Pero en el caso particular de Siemens y Gamesa se ha demostrado que la influencia del entorno puede afectar negativamente a la fusión, a pesar de la conformidad entre los dos bandos principales.

Otro tema a analizar es la cultura de cada empresa. Tras la fusión, independientemente de los resultados económicos de Siemens Gamesa, la mala relación con Iberdrola (importante accionista) entorpeció aún más los primeros pasos de Siemens Gamesa debido a una confrontación derivada de la forma de dirigir la empresa.

En definitiva, se puede concluir que una fusión es una operación muy interesante y eficaz para una empresa que quiere mejorar su posición en el mercado, pero dicha eficacia no siempre va acompañada de eficiencia debido a que hay factores que se escapan a los estudios de

viabilidad y proyección de la operación que pueden provocar un lastre tanto a nivel económico como institucional.

BIBLIOGRAFÍA

(s.f.). Obtenido de Expansión:

http://www.expansion.com/mercados/cotizaciones/valores/siemensgamesa_M.SGRE.html

(14 de 5 de 2016). Obtenido de energias-renovables.com: <https://www.energias-renovables.com/eolica/el-sector-eolico-marino-conecto-en-2017-20180514>

(7 de 7 de 2017). Obtenido de Iberley: <https://www.iberley.es/temas/tipos-procesos-concentracion-empresarial-m-62584>

Abogados, M. (s.f.). Obtenido de Mariscal-abogados.es: <https://www.mariscal-abogados.es/fusion-empresarial-en-espana-fusion-por-creacion-o-por-fusion-por-absorcion/>

Alegret, X. (13 de 11 de 2017). Obtenido de Economía digital: https://www.economiadigital.es/directivos-y-empresas/los-choques-en-la-cupula-hunden-a-siemens-gamesa_519575_102.html

Alfaro, J. (10 de 7 de 2017). Obtenido de Almacén de derecho: <http://almacenederecho.org/good-papers-la-fusion-gamesa-siemens/>

Amigo, C. V. (12 de 9 de 2017). Obtenido de Bolsamania: <https://www.bolsamania.com/noticias/analisis/siemens-gamesa-sufre-una-tormenta-perfecta-en-india--2854168.html>

BOE. (4 de 4 de 2009). Obtenido de http://noticias.juridicas.com/base_datos/Privado/I3-2009.t2.html

Bolsamania. (22 de 3 de 2017). Obtenido de Bolsamania: <http://www.bolsamania.com/capitalbolsa/noticias/analisis-fundamental/analisis-de-la-fusion-gamesa---siemens-wind-power--2585691.html>

Bonet, P. F. (s.f.). Obtenido de web.iese.edu: <http://web.iese.edu/pablofernandez/docs/16.fusionesBonet.pdf>

Bonet, P. F. (s.f.). *web.iese.edu*. Obtenido de <http://web.iese.edu/pablofernandez/docs/16.fusionesBonet.pdf>

Castro, C. G. (s.f.). Obtenido de file:///C:/Users/miguel%20angel/Downloads/41098-1-142941-1-10-20160512%20(1).pdf

Díaz, T. (12 de 1 de 2018). Obtenido de El Economista:
<http://www.eleconomista.es/energia/noticias/8862153/01/18/Gamesa-suben-un-4-en-bolsa-tras-dar-carpetazo-a-los-molinos-de-Adwen.html>

Durbá, J. M. (26 de 9 de 2017). Obtenido de Finanzas.com:
<http://www.finanzas.com/noticias/empresas/20170926/siemens-gamesa-corrido-suficiente-3692889.html>

E.P. (3 de 4 de 2017). Obtenido de Expansión:
<http://www.expansion.com/empresas/energia/2017/04/03/58e26316e2704e06418b456f.html>

economista, e. (4 de 4 de 2017). *el economista*. Obtenido de el economista:
<http://www.eleconomista.es/energia/noticias/8269473/04/17/Siemens-cierra-la-compra-de-Gamesa-y-crea-el-segundo-fabricante-eolico-mundial.html>

Estellar, R. (23 de 3 de 2017). Obtenido de El Economista:
<http://www.eleconomista.es/empresas-finanzas/noticias/8241222/03/17/Gamesa-arranca-el-29-de-marzo-su-fusion-con-Siemens-Wind.html>

Estellar, R. (23 de 3 de 2017). Obtenido de El Economista:
<http://www.eleconomista.es/empresas-finanzas/noticias/8241222/03/17/Gamesa-arranca-el-29-de-marzo-su-fusion-con-Siemens-Wind.html>

Esteller, R. (4 de 4 de 2017). *El economista*. Obtenido de
<http://www.eleconomista.es/energia/noticias/8269473/04/17/Siemens-cierra-la-compra-de-Gamesa-y-crea-el-segundo-fabricante-eolico-mundial.html>

Esteller, R. (s.f.). *El economista*.

Europea, C. (13 de 3 de 2017). Obtenido de file:///C:/Users/miguel%20angel/Downloads/IP-17-589_ES.pdf

Fierro, D. (s.f.). Obtenido de El economista:
<https://porticolegal.eleconomista.es/articulos/409.pdf>

Gracia, M. (22 de 4 de 2018). Obtenido de Bolsamania:
<https://www.bolsamania.com/noticias/empresas/la-relacion-de-siemens-e-iberdrola-o-como-ver-que-todo-sobre-gamesa-pasa-por-alemania--3252836.html>

Hau, A. (3 de 10 de 2013). Obtenido de <https://www.ineaf.es/tribuna/la-fusion-analisis-del-procedimiento-comun-y-de-supuestos-especiales-parte-vi-fusiones-especiales/>

Jamison, J. y. (s.f.). Obtenido de Catarina:
http://catarina.udlap.mx/u_dl_a/tales/documentos/lcp/cisneros_t_c/capitulo1.pdf

- Kluver, W. (s.f.). Obtenido de Guías jurídicas. Wolters Kluwer:
http://guiasjuridicas.wolterskluwer.es/Content/Documento.aspx?params=H4sIAAAAAAEEAMtMSbF1jTAAAUmJcwtDtbLUouLM_DxblwMDCwNzAwuQQGZapUt-ckhIQaptWmJOcSoAd86eZTUAAAA=WKE
- Lujambo, J. (8 de 12 de 2017). Obtenido de El País. Economía:
https://cincodias.elpais.com/cincodias/2017/12/05/companias/1512495446_335195.html
- Martínez, T. D. (28 de 6 de 2018). Obtenido de El Economista:
<http://www.eleconomista.es/empresas-finanzas/noticias/9237891/06/18/iberdrola-y-Siemens-hacen-las-paces-en-la-lucha-por-la-gestion-de-Gamesa.html>
- Navas, J. A. (10 de 2 de 2016). Obtenido de El Confidencial:
https://www.elconfidencial.com/empresas/2016-02-10/siemens-se-agarra-a-la-letra-pequena-de-la-ley-para-ahorrarse-la-opa-sobre-gamesa_1149605/
- Patiño, M. (17 de 6 de 2016). *Expansión*. Obtenido de Expansión:
<http://www.expansion.com/mercados/2016/06/15/576120a6468aeb09328b456b.html>
- Patiño, M. (1 de 12 de 2017). Obtenido de Expansión:
<http://www.expansion.com/empresas/energia/2017/11/30/5a1ff4a5ca4741fd328b45d6.html>
- Rodríguez, F. (9 de 3 de 2018). Obtenido de Expansión:
<http://www.expansion.com/empresas/energia/2018/03/09/5aa29a7f46163fc1068b4642.html>
- Ruiz, P. (6 de 6 de 2018). Obtenido de La información.com:
<https://www.lainformacion.com/empresas/gamesa-iberdrola-siemens-india/6351827>
- Serrer, G. L. (26 de 11 de 2012). *gregoriolabatut.blogcanalprofesional*. Obtenido de gregoriolabatut.blogcanalprofesional:
<http://gregoriolabatut.blogcanalprofesional.es/como-se-contabiliza-la-fusion-inversa/>